

学校编码: 10384

分类号_____密级 _____

学 号: 200242050

UDC_____

厦 门 大 学
硕 士 学 位 论 文

中国上市公司并购协同效应研究

A Study on Synergy in Mergers and Acquisitions of
China's Listed Companies

周艺杰

指导教师姓名: 李 子 白 副教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2 0 0 5 年 4 月

论文答辩日期: 2 0 0 5 年 5 月

学位授予日期: 2 0 0 5 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的
研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研
究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担
由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

本文主要研究中国上市公司并购协同效应问题。并购协同效应是公司并购理论的核心，研究中国上市公司并购协同效应，对于丰富中国上市公司并购理论、指导上市公司理性开展并购和完善公司并购制度环境，都是一个具有重要理论意义和现实意义的课题。

本文首先对公司并购协同效应的内涵、外延和分类进行系统的归纳和剖析，从金融学和管理学的角度探讨估值定价和并购整合对并购协同效应的影响。

接着，本文对目前国内外有关公司并购协同效应的主要研究方法和观点进行比较综述。在比较分析的基础上，本文认为基于股东财富变化的研究方法较好地反映动态并购协同效应的思想，是测算中国上市公司并购协同效应的一种合理选择。然后，本文利用基于股东财富变化的事件研究法对中国上市公司并购样本的并购协同效应进行实证检验，分析比较行业相关性、并购类型和并购支付方式等因素对并购协同效应的影响。

最后，本文结合中国上市公司并购动因对实证分析的一些结论进行解释，进一步探讨中国上市公司并购动因和制度环境对并购协同效应的影响，并在此基础上，提出完善中国上市公司并购制度环境的若干政策建议：鼓励和引导并购实现协同效应、改善上市公司治理结构、拓宽上市公司并购融资渠道、完善投资者结构和完善信息披露制度。

关键词： 公司并购； 协同效应； 制度环境

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACT

In this thesis, the main problem that we want to study is synergy in mergers and acquisitions (M&A) of China's listed companies. The synergy is the core of M&A theories, and study on the synergy of China's listed company is important in both academic and practical sense, because it will help to enrich M&A theories of China's listed companies, guide the listed companies to execute M&A strategy rationally and improve institutional environment of M&A.

In this thesis, we firstly summarize and analyze the connotation, extension and classification of synergy in M&A, and then discuss the impact of appraisal and post-merger integration (PMI) on synergy from the angle of finance and management.

Secondly, we compare and summarize main study approach and viewpoint on the synergy at home and abroad, and then conclude that the approach based on the change of shareholders' fortune reflects preferably the idea of dynamic synergy in M&A. Furthermore, we consider that this approach is a reasonable selection to measure the synergy in M&A of China's listed companies empirically. And then we use Event Study Methodology based on the change of shareholders' fortune to measure the synergy in M&A of China's listed companies empirically, and compares the influence of relatedness, M&A type and payment manner on the synergy.

Finally, we use M&A motivation of China's listed companies to explain several empirical conclusions, and then discuss the impact of motivation and institutional environment on the synergy. In the end, we put forward several suggestions for institutional environment improvement in M&A of China's listed companies: encouraging and guiding the listed company to achieve the

synergy, improving the corporate governance, widening the M&A financing channels, improving the structure of investors, and enhancing the information disclosure system.

Key words: Mergers and Acquisitions; Synergy; Institutional Environment

目 录

导 论	1
第一章 公司并购协同效应的理论分析	5
第一节 并购协同效应的内涵及外延.....	5
第二节 并购协同效应的分类.....	11
第三节 并购协同效应实现的基本条件.....	18
第二章 公司并购协同效应的研究综述	23
第一节 国外并购协同效应研究方法和主要观点.....	23
第二节 国内并购协同效应研究简介.....	28
第三章 中国上市公司并购协同效应的实证分析	34
第一节 研究方法 & 数据处理.....	34
第二节 并购协同效应的实证检验.....	38
第三节 主要分析结论及局限性.....	44
第四章 完善中国上市公司并购制度环境的思考	46
第一节 中国上市公司的并购动因与并购协同效应.....	46
第二节 公司并购制度环境与并购协同效应.....	51
第三节 完善中国上市公司并购制度环境的政策建议.....	56
参考文献	61
附 录	65
后 记	67

厦门大学博硕士论文摘要库

CONTENT

Introduction	1
Chapter 1 Theoretical Analysis of Synergy in Mergers and Acquisitions	5
Section 1 Connotation and Extension of Synergy in Mergers and Acquisitions.....	5
Section 2 Classification of Synergy in Mergers and Acquisitions....	11
Section 3 Basic Requirement of Synergy Achieving in Mergers and Acquisitions.....	18
Chapter 2 Study Summary of Synergy in Mergers and Acquisitions.....	23
Section 1 Foreign Study Approach and Main Viewpoint of Synergy in Mergers and Acquisitions.....	23
Section 2 Domestic Study Retrospect of Synergy in Mergers and Acquisitions	28
Chapter 3 Empirical Analysis on Synergy in Mergers and Acquisitions of China's Listed Companies.....	34
Section 1 Study Approach and Data Processing	34
Section 2 Empirical Test of Synergy in Mergers and Acquisitions ..	38
Section 3 Main Empirical Conclusions and Limitation	44
Chapter 4 Considerations for Institutional Environment Improvement in Mergers and Acquisitions of China's Listed Companies	46
Section 1 Motivation and Synergy in Mergers and Acquisitions of China's Listed Companies.....	46

Section 2	Institutional Environment and Synergy in Mergers and Acquisitions.....	51
Section 3	Policy Suggestions for Institutional Environment Improvement.....	56
Preference.....		61
Appendix		65
Postscript.....		67

导 论

一、研究的背景和目的

公司并购，是公司获取控制权或者转让控制权的重要产权交易活动，是资本运营的核心内容。公司通过并购，可以与目标公司实现有效的匹配，达到资源的共享和核心竞争能力的转移，实现多种形式的协同效应；另一方面，公司也可以根据自身的可持续发展能力，通过剥离资产或转让股权，实施收缩战略，以避免协同效应的负效应。从战略的角度来看，协同效应在以并购为核心的资本运营策略中具有重要的地位。

并购同其他形式的战略投资一样，是一种资源和能力的投资，必须进行成本和收益分析。并购是否为公司股东创造了价值？为什么收购公司经理愿意支付溢价收购目标公司的股权，而一般的投资者不需要支付任何溢价就可以购买目标公司的股票？回答这些问题，都与公司并购协同效应紧密相关。

并购协同效应是公司并购理论的一个热点问题，20 世纪 70 年代以来，西方学者对此作了大量的经验研究，并有许多成果问世，但它一直存在广泛的争论。许多人认为并购协同效应只是管理学研究的问题，实际上，并购协同效应是跨越管理学和金融学的概念。管理学认为并购价格本身代表公司的价值，认为并购协同效应主要来自于公司的整合；而金融学则认为并购价格可能高估了公司的价值，从而在一开始就决定了并购能否成功。系统地研究并购协同效应，有助于更好地理解并购决策和进行并购定价。

目前，我国处于经济转轨时期，上市公司并购重组市场发展非常迅速，需要加强对并购重组活动的研究。1997 年起我国上市公司并购的数量 33

家,至2002年达到168家,2003年达到172家^①_[1]。在上市公司并购重组的研究中,“并购是否实现协同效应”是最需要研究的课题之一,因为它是上市公司、立法部门和监管部门开展并购重组工作的出发点和指导思想。

上市公司需要对并购协同效应有一个清晰的认识,缺乏协同效应的并购重组会导致盲目扩张,使其陷入并购协同效应的陷阱。通过研究并购协同效应的内涵、外延、并购协同效应的主要类型以及并购协同效应的实现条件,探讨并购战略利益的分配、并购策略、并购估值和对价给付等与并购协同效应紧密相联的基本问题,对于丰富我国上市公司并购理论和指导上市公司理性开展并购,都是一个具有重要理论意义和现实意义的课题。

当然,对中国上市公司并购协同效应的研究意义不仅仅限于公司层面,对于公司并购制度环境的创新和完善同样具有重要意义。本文在比较借鉴国内外并购协同效应研究方法的基础上,对中国上市公司并购协同效应进行实证检验和比较。然后探讨中国上市公司并购动因、制度环境与并购协同效应的内在联系,并在此基础上提出完善中国上市公司并购制度环境的政策建议。这也是本文研究中国上市公司并购协同效应的一个主要目的。

二、研究方法

本文主要采用规范研究和实证研究相结合的方法研究中国上市公司并购协同效应。

规范研究。通过对公司并购协同效应的内涵和外延进行系统的剖析,并对静态的并购协同效应与动态的并购协同效应进行区分,寻求对并购协同效应的准确理解。然后,对并购类型与并购协同效应的主要来源进行归

^① 参见:东方高圣投资顾问公司,中国收购兼并研究中心.中国并购评论第二册 [M].北京:清华大学出版社,2004, p30。

纳比较,并从金融学角度和管理学角度探讨并购协同效应实现的基本条件和要求。

实证研究。对国内外有关并购协同效应的相关研究进行比较综述,提出适合测算中国上市公司并购协同效应的方法。然后,对中国上市公司并购协同效应进行实证检验和多角度的比较分析,探讨不同类型并购样本的协同效应实现情况。

在此基础上,进一步探讨中国上市公司并购动因和制度环境对并购协同效应的影响,最后提出完善中国上市公司并购制度环境的政策建议。

三、本文结构安排与主要观点

本文分为四章对中国上市公司并购协同效应进行研究。

第一章 公司并购协同效应的理论分析:对公司并购协同效应的内涵和外延进行系统的剖析,区分了潜在的并购协同效应和现实的并购协同效应、静态的并购协同效应和动态的并购协同效应,分析并购动因与并购协同效应的内在联系;对并购类型与并购协同效应的主要来源进行归纳比较;从金融学和管理学的角度探讨并购协同效应实现的基本条件和要求。

第二章 公司并购协同效应的研究综述:对国内外研究并购协同效应的相关文献进行综述,归纳和比较并购协同效应的研究方法和主要观点,结合中国上市公司并购的特点,提出适合测算中国上市公司并购协同效应的方法。

第三章 中国上市公司并购协同效应的实证分析:借鉴基于股东财富变化的事件研究法对中国上市公司并购事件进行实证检验,比较分析并购相关性、并购类型、并购支付方式等因素对上市公司并购协同效应的影响,并得出一些基本分析结论。

第四章 完善中国上市公司并购制度环境的思考:结合中国上市公司

的并购动因对实证分析的一些基本结论进行解释,探讨并购动因、制度环境对并购协同效应的影响,然后在此基础上提出完善中国上市公司并购制度环境的若干政策建议:鼓励和引导并购实现协同效应、改善上市公司治理结构、拓宽上市公司并购融资渠道、完善投资者结构和完善信息披露制度。

第一章 公司并购协同效应的理论分析

并购协同效应是公司并购理论中的一个重要概念，在并购理论和实践中均具有重要的地位。如果不能清晰地理解并购协同效应，或者将并购协同效应同整个并购过程割裂开来，都可能使公司走进并购协同效应的误区，导致公司并购失败，摧毁股东价值。估值定价和公司整合是公司并购中既相互独立又紧密联系的两个重要过程，两者将共同决定公司并购协同效应的实现程度。从管理学和金融学的角度去理解并购协同效应的内涵、外延，分析各种类型并购协同效应的来源以及最终实现的基本条件和要求，将有助于全面理解并购协同效应。这对于丰富中国上市公司并购理论和指导中国上市公司理性开展并购，都具有重要的理论意义和现实意义。

第一节 并购协同效应的内涵及外延

清楚地理解和掌握并购协同效应的内涵和外延，是公司发挥并购协同效应，避免走入并购协同效应误区的重要前提。对并购协同效应的内涵进行系统的剖析和归纳，并探讨并购协同效应在整个并购过程中的地位和作用，是全面理解并购协同效应的基本前提。

一、公司并购协同效应的内涵

（一）并购协同效应的含义

协同的概念源于系统科学中的协同学理论，协同学理论认为，协同是指在复杂大系统内，各子系统的相互协作行为产生出的超越各要素自身的单独作用，从而形成整个系统的统一作用和联合作用^[2]。随着系统科学研究的不断深入，管理学界也逐渐接受协同的观点。Ansoff（1965）第一次

提出了协同效应定义,他认为,协同被认为是收购公司与目标公司之间匹配关系的理想状态,并将协同表述为“ $2+2=5$ ”,其含义是指一个公司通过收购另外一家公司,使得公司的整体业绩好于两个公司原来的业绩的总和。他从策略的角度对协同效应作了进一步解释,认为协同效应是取得有形利益和无形利益的一种潜在机会^[3]。

日本战略专家伊丹广之将协同概念分解成“互补效应”和“协同效应”两个部分,其中“互补效应”主要源于实体资产和金融资产使用效率的提高,而“协同效应”主要来自于公司独特的资源——无形资产的使用^①_[4]。公司并购后通过独特资源的使用共享,可以实现多种协同效应。波特(Porter, 1997)提出了价值链^②的概念,他认为公司并购协同效应需要放在竞争动态变化的环境中去考虑,并购协同效应意味着,公司必须在价值链的每个环节比竞争对手具有更高的竞争力_[5]。

并购协同效应的表述是一个有争议的问题。威斯通(Weston, 1998)批评了“ $2+2=5$ ”的简单表述,认为这种简单表述过分夸大了并购协同效应,他认为并购协同效应为合并后企业的整体价值大于原来各自独立的企业价值之和_[6],即“ $1+1>2$ ”。实际上,这两种表述方法都表示公司通过并购后获得价值的提升,只不过前者认为协同效应是明显而确定的,而后者认为协同效应虽存在但大小具有不确定性。两者在概念的表述上存在一定的差异,但本质上都是认为公司并购后整体价值大于原来各自独立的价值之和,都是并购协同效应的通俗表述。然而,这两种表述却忽视了一些因素如竞争环境、公司本身的发展潜力等的影响,因此,对并购协同效应含义的描述也是不完整的。

事实上,如果公司具有很强的竞争能力,即使不发生并购,其业绩仍

^① (英)安德鲁·坎贝尔等.战略协同.任海通等译[M].北京:机械工业出版社,2000, p52-83。

^② 价值链包括投入市场、生产过程和产出市场等环节的价值创造环节。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库